

分析师：	刘元瑞	(8621) 68751310	fengxt@cjsc.com.cn	执业证书编号：	S0490209080266
联系人：	冯先涛	(8621) 68751310	fengxt@cjsc.com.cn		
	梅峻奎	(8621) 68751310	meiyx@cjsc.com.cn		

国内预涂膜行业的龙头

事件描述

康得新拟发行社会公众股上市，主要内容为：

- 公司拟采取网下向询价对象配售和网上资金申购定价发行相结合的方式，发行 4040 万股并在深证交易所上市，发行后总股本 16160 万股。
- 公司本次募集资金拟全部用于向张家港康得菲尔实业有限公司增资，投入年产 1.8 万吨环保型印刷用预涂膜项目，总投资 16,076 万元，项目建设期为 2 年。
- 我们预计，2010-2012 年，公司每股收益分别为 0.42 元、0.58 元和 0.73 元。我们认为，可以按照 2010 年业绩 30-35 倍市盈率给公司估值，对应申购价格为 12.60 元到 14.70 元。

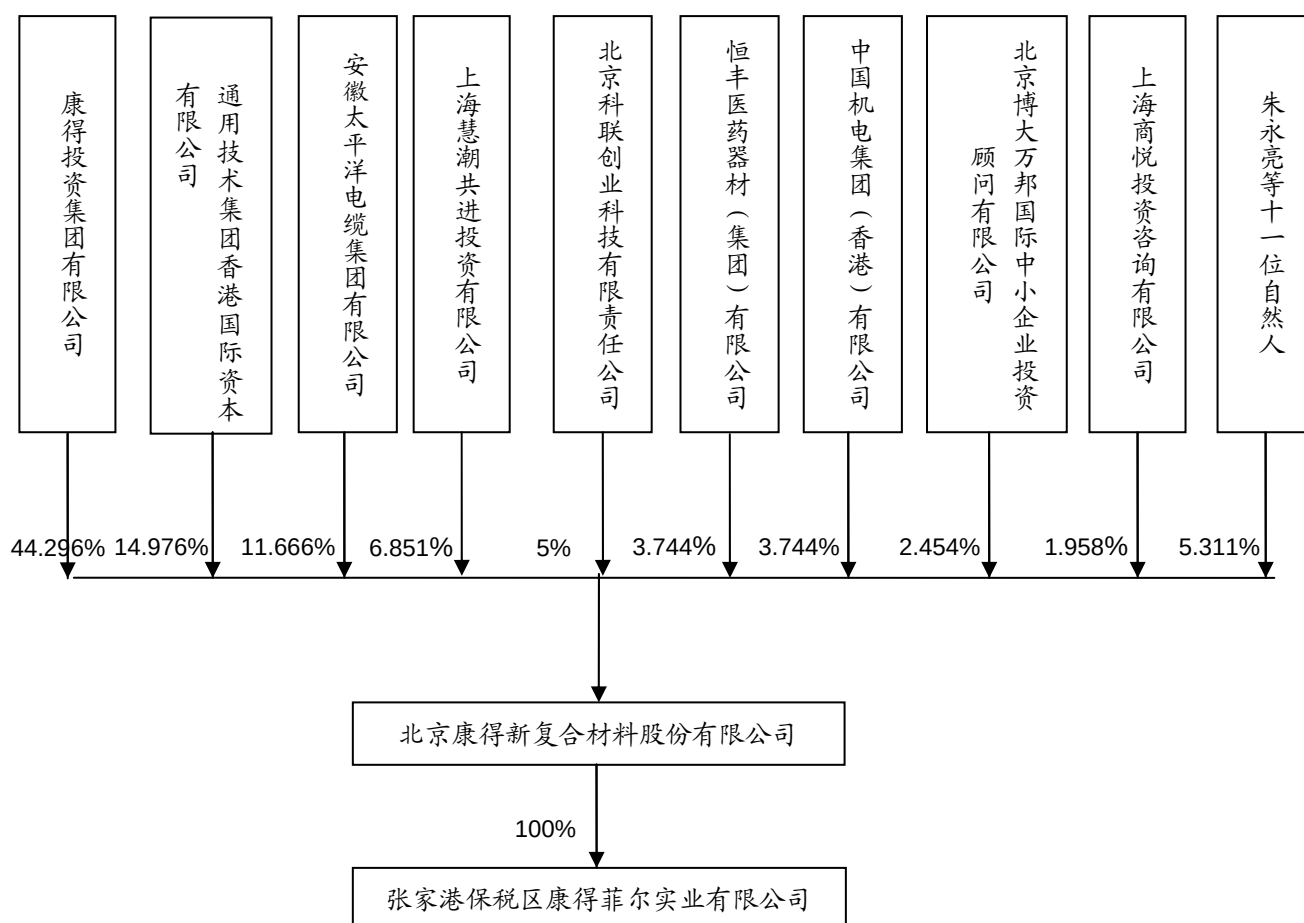
事件评论

公司概况

股权结构

公司本次拟发行普通股4040万股，发行后总股本16160万股。公司的控股股东为康得集团，持有公司发行前44.296%的股份，实际控制人为钟玉，持有公司控股股东康得集团80%的股权。公司唯一的子公司为张家港保税区康得菲尔实业有限公司，由康得新全资控股。

图 1：本次发行前公司股权结构图



注，11 位自然人为：朱永亮、王凤华、徐曙、袁伟、卢明、刘忠保、何文西、杨振兴、路易斯（Luis K. Joson）、曹建林、金大鸣

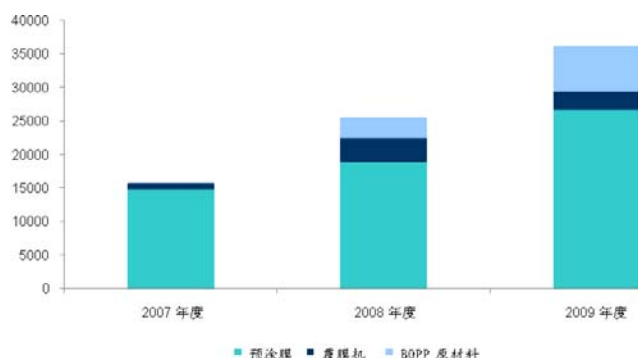
资料来源：公司公告，长江证券研究部

主营预涂膜及覆膜设备的生产与销售

公司主营预涂膜及覆膜设备的开发、生产及销售，产销量在国内预涂膜行业中稳居第一名。公司的主要产品为预涂膜和预涂覆膜机。预涂膜是通过专用设备将热熔胶或低温树脂与薄膜基材复合而成的一种无污染、粘度强的环保型覆膜材料，主要用于各种书刊、包装物、广告制品的覆膜，根据所用基材不同，预涂膜产品可以分为 BOPP 预涂膜、BOPET 预涂膜两类；预涂覆膜机是将印刷品和预涂膜复合到一起的专用设备。

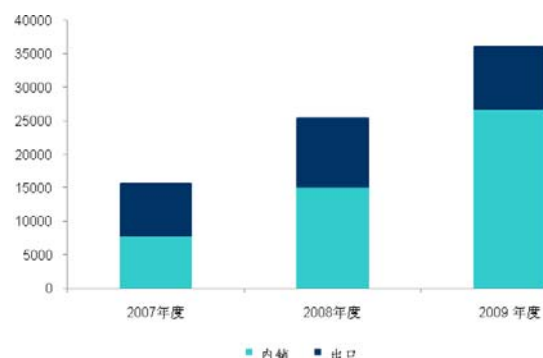
2009年公司预涂膜业务收入占营业收入的74.15%，预涂膜业务毛利占全部毛利的77.38%，是公司主要的收入与利润来源。2009年公司主营业务毛利率为24.08%，各产品中预涂覆膜机的毛利率最高达43.62%，BOPP原材料的毛利率最低，为7.70%。公司出口业务呈现平稳态势，内销收入在主营业务收入中的比重超过50%，且逐年增加。

图 2: 康得新营业收入构成 单位: 万元



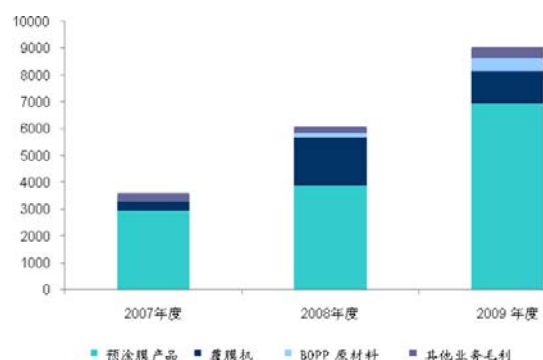
资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 3: 康得新内外销业务构成 单位: 万元



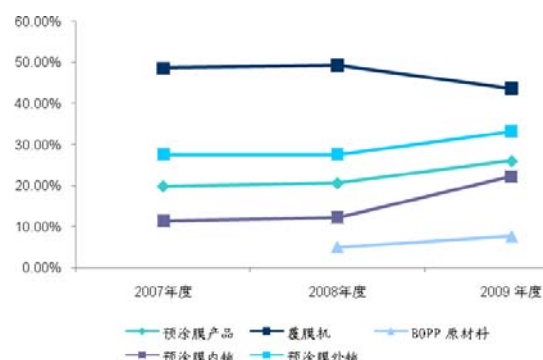
资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 4: 公司营业毛利构成



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 5: 分产品销售毛利率比较



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

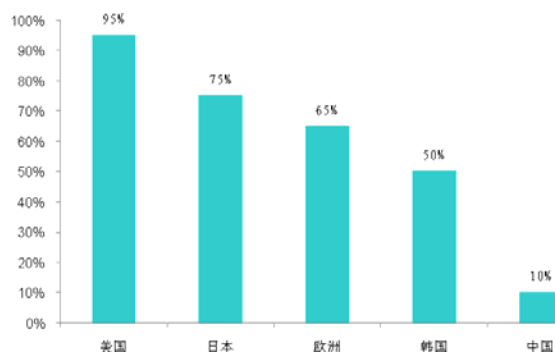
受益于节能环保政策，预涂膜行业前景光明

预涂膜技术是节能环保的高新技术

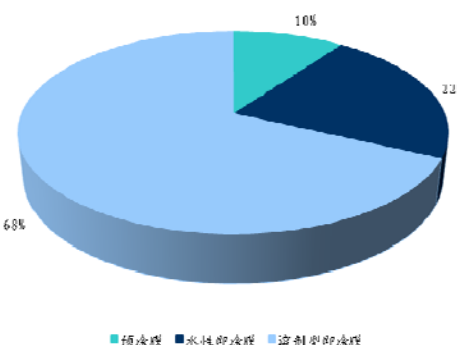
预涂膜技术替代即涂技术是必然趋势

公司的主营业务是预涂膜及覆膜设备的开发、生产和销售。预涂膜技术是覆膜技术的一种，从上世纪50年代覆膜技术诞生以来，覆膜技术经历了溶剂型即涂技术、水溶性即涂技术、预涂技术三个重要的发展阶段。溶剂型即涂技术由于所使用的苯溶剂会对生产者、消费者的健康形成严重损害，20世纪70年代以后逐渐被水性即涂技术所替代。水性即涂工艺虽然解决了溶剂型即涂的苯污染问题，但它存在需要大量水清洗和排放清洗污水后的污染问题，仍不是最理想的环保型覆膜解决方案，同时，它在产品质量和生产效率方面仍有一定的缺陷。

预涂膜技术在1989年由美国GBC公司成功研发，其特有的生产工艺和覆膜过程使其具有环保、覆膜速度快（60-100米/分钟）、覆膜质量高、粘结强度高、印后精美、覆膜后加工性能好等优点，与即涂技术相比，预涂膜不但更加绿色节能而且操作简便，显著提高了生产效率和产品品质，代表了覆膜行业的发展趋势，所以一经推出便得到了迅速推广。目前预涂膜在欧洲和美国的市场占有率分别达到了65%和95%，而在我国这一数字不到10%，覆膜行业技术替代远未完成，仍有较大发展空间。

图 6：世界各地预涂膜市场占有率比较


资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 7：2008 年中国覆膜市场占有率


资料来源：公司公告，长江证券研究部

环保政策支持

2005年12月2日，国家发改委发布《产业结构调整指导目录（2005年本）》（国家发改委令第40号），将溶剂型即涂覆膜机列入“已明令淘汰或立即淘汰”的范围。目前国内溶剂型即涂覆膜机已基本停产，仍在使用的都是旧设备。

2007年11月21日，新闻出版总署批准实施的《纸质印刷品覆膜过程控制及测试方法》，以强制标准的形式规定了覆膜过程中苯、甲苯、二甲苯的总含量应小于1,000mg/kg，其中苯的含量应小于100mg/kg，并且对预涂膜与纸质印刷品复合的技术过程控制进行了严格的规范。

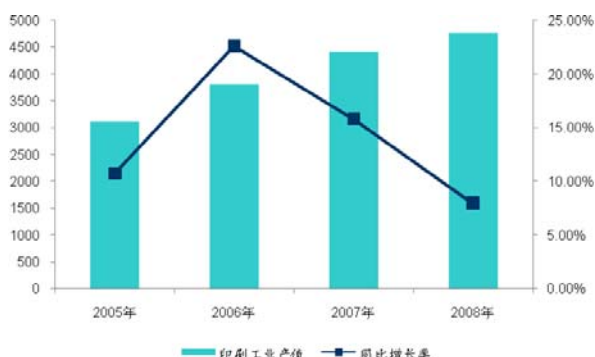
2009年6月1日，《中华人民共和国食品安全法》开始施行，其中规定：贮存、运输和装卸食品的容器、工具和设备应当安全、无害，直接入口的食品应当有小包装或者使用无毒、清洁的包装材料、餐具，禁止生产、经营被包装材料、容器、运输工具等污染的食品。

下游行业稳定增长保证需求

预涂膜下游应用主要在印刷行业，分为工业印刷市场和商用印刷市场以及特殊用途市场，其中工业印刷属于传统市场，主要指出版物印刷品以及食品、药品、日用品等消费品包装物覆膜市场；商业印刷和特殊用途则是伴随预涂技术的产生和发展而催生出的新兴市场，商业印刷市场主要指数码打印、卡证、防伪、商业广告等新兴领域的应用覆膜市场；特殊用途市场主要是指建筑材料。在传统市场上，预涂膜技术正在逐步完成对即涂技术的替代，而新兴市场是由预涂技术新的应用方向。2005-2008年我国印刷业工业产值保持了较快的增长，直接推动了预涂膜行业的发展。

图 8：中国印刷行业工业产值

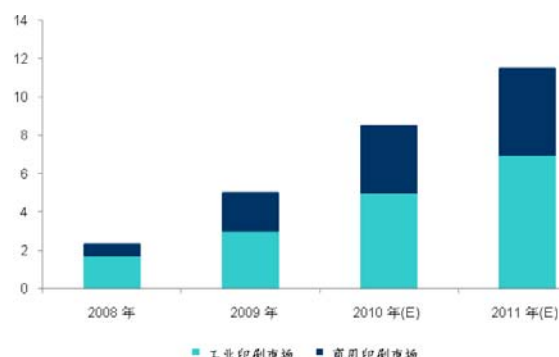
单位：亿元



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 9：中国印刷市场对预涂膜的需求量

单位：万吨



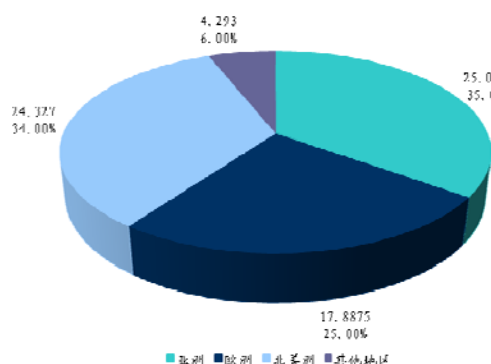
资料来源：公司公告，长江证券研究部

国际范围内看，随着覆膜技术替代的进一步进行以及数码打印市场的迅速发展，印刷市场对预涂膜的需求量也将进一步扩大。另外，近年来随着亚洲国家和地区预涂膜技术的提升和价格优势越发明显，其世界预涂膜市场的产能份

额正在迅速提高，截至2009年4月，亚洲的预涂膜产能已经占全球总产能的35%。世界预涂膜生产重心正在向亚洲转移。

图 10：2009 年世界预涂膜产能分布

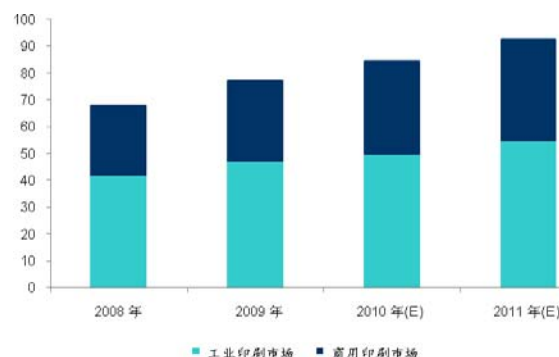
单位：万吨



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 11：国外印刷市场对预涂膜的需求

单位：万吨



资料来源：公司公告，长江证券研究部

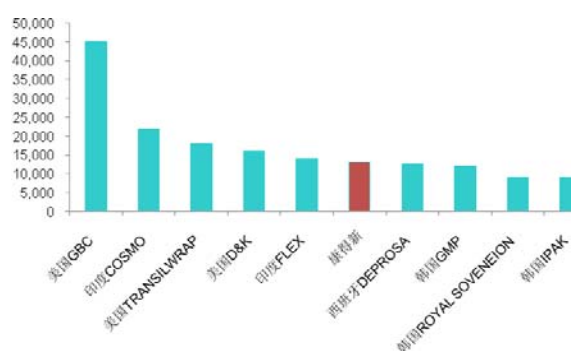
康得新：国内预涂膜行业的领军企业

市场份额长期保持行业领先

公司是我国首家引进预涂膜生产线并利用自主创新工艺从事预涂膜生产的高新技术企业，是中国预涂膜产业的开创者和领先者。目前，公司拥有6条预涂膜生产线，年生产能力16,300吨，市场占有率为20%，长期保持国内预涂膜产业排名第一的地位，占据绝对龙头地位。公司是目前国内仅有的一家能够满足出口欧美等国家的质量要求预涂膜制造厂商，生产的预涂膜产品每年销往世界上30多个国家和地区，是全球预涂膜产品的主要供应厂商之一。国内其他厂商由于受到技术和资金的限制，主攻中、低端市场，不能在高端市场对公司构成威胁。

图 12：世界主要预涂膜生产商产能分布

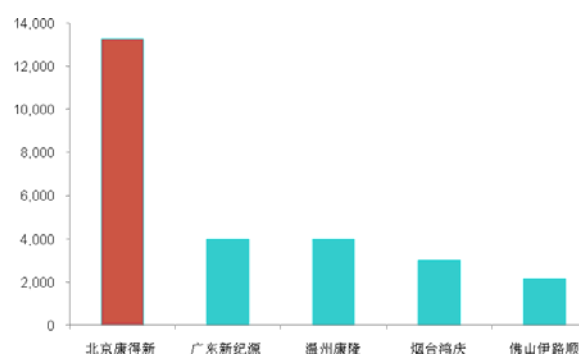
单位：吨



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 13：国内主要预涂膜生产商产能分布

单位：吨



资料来源：公司公告，长江证券研究部

技术领先，行业地位稳固

公司的产品定位于高端市场，长期积累起的领先的技术水平使得公司拥有稳固的竞争优势。公司拥有先进的原材料配方，对于薄膜基材、热熔胶、底涂剂均开发出了独特的配方和工艺，保证了产品的高品质。公司长期积累下的工艺技术和设备技改能力，保证了产品生产的稳定性和效率，也为研发活动打下基础。公司拥有一支行业领先的研发、设备维护和操作技术团队，为公司的技术优势提供了坚实保障。

公司依靠自身在原材料配方，设备以及技术人员生产经验方面的优势，生产出的产品的质量水平已经和GBC等老牌

企业持平。同时公司又由于原材料、人力、运营等方面的成本优势，其产品在同等品质下售价较欧美厂商低15%~20%，性价比优势较为突出。另外，与COSMO 相比，公司尽管售价上略高，但产品品质的稳定性更强，更符合高端客户的要求。

公司注重技术的研发与储备，目前正通过推出新技术和新产品加大市场渗透力度，提升在新兴市场的竞争力。

表 1: 公司正在研发的项目

项目名称	拟达到的目标	开发进展情况
丝光膜	国际先进水平	主要研发工作已基本完成，预计 2010 年可投入生产
高粘性膜	国际先进水平	已小批量试生产，预计 2010 年进入批量生产和销售
建筑用膜	国际先进水平	主要研发工作已基本完成，拟批量生产和销售
新一代数码膜、特种镀铝膜等	国际先进水平	预计 2010 年可完成研发，进入生产

资料来源：公司公告，长江证券研究部

募投项目

公司本次募集资金拟全部用于向张家港康得菲尔增资，投入年产1.8万吨环保型印刷用预涂膜项目，总投资16,076万元，项目建设期为2年。募集资金项目建成后，发行人的预涂膜产能预计将于2012 年达到30,475 吨/年，将可以解决公司的产能瓶颈问题。

募集资金投资项目成功实施后，公司将进一步扩大生产规模，提高产能、增加产品技术含量、提高产品附加值，增强核心竞争力，进一步提高其国际市场知名度，并巩固其在预涂膜行业的领先地位。募集项目的投产将缓解公司目前面临的生产压力，并可使公司将部分生产能力转向更具有发展前景的尼龙膜、金属膜等新产品，进一步丰富公司的产品系列。

盈利预测与申购价格

我们预计，2010-2012 年，公司每股收益分别为 0.42 元、0.58 元和 0.73 元。我们认为，可以按照 2010 年业绩 30-35 倍市盈率给公司估值，对应申购价格为 12.60 元到 14.70 元。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	364	496	721	812	货币资金	161	534	515	501
营业成本	274	375	553	604	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	90	120	169	209	应收账款	34	45	65	73
% 营业收入	24.7%	24.3%	23.4%	25.7%	存货	36	51	75	81
营业税金及附加	0	0	0	0	预付账款	40	56	83	91
% 营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其他流动资产	5	5	5	6
销售费用	10	14	20	23	流动资产合计	275	690	742	752
% 营业收入	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	15	20	29	32	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	4.2%	4.0%	4.0%	4.0%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	12	8	9	16	投资性房地产	18	18	18	18
% 营业收入	3.3%	1.7%	1.3%	1.9%	固定资产合计	246	289	348	453
资产减值损失	1	0	0	0	无形资产	19	18	17	16
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	1	1	1	1
营业利润	52	78	110	138	其他非流动资产	0	87	152	261
% 营业收入	14.2%	15.8%	15.3%	17.0%	资产总计	558	1103	1278	1501
营业外收支	3	2	0	0	短期贷款	197	0	0	0
利润总额	54	80	110	138	应付款项	26	36	52	57
% 营业收入	14.9%	16.1%	15.3%	17.0%	预收账款	0	1	1	2
所得税费用	8	12	17	21	应付职工薪酬	1	1	1	2
净利润	46	68	94	117	应交税费	3	5	7	8
归属于母公司所有者					其他流动负债	6	8	12	13
的净利润	46.3	67.8	93.8	117.1	流动负债合计	234	50	74	82
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	50	108	166	264
EPS (元/股)	0.38	0.42	0.58	0.72	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	2	2	2	2
经营活动现金流净额	46	63	77	149	负债合计	286	160	242	348
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	273	947	1040	1157
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
无形资产投资	19	0	0	0	股东权益	273	947	1040	1157
固定资产投资	0	-145	-145	-245	负债及股东权益	558	1103	1278	1501
其他	-7	-4	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	12	-149	-145	-245		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.382	0.420	0.581	0.725
股权融资	0	40	0	0	BVPS	2.25	5.86	6.44	7.16
银行贷款增加 (减少)	0	-139	58	98	PE	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资成本	-12	-8	-9	-16	PEG	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	87	566	0	0	PB	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流净额	75	459	49	82	EV/EBITDA	1.35	-4.25	-2.46	-1.28
现金净流量	133	373	-19	-13	ROE	17.0%	7.2%	9.0%	10.1%

分析师介绍

冯先涛，获得上海交通大学化学工程与工艺专业学士学位和上海交通大学会计学硕士学位，目前在长江证券研究所负责基础化工行业研究。

梅崧玺，上海交通大学学士，硕士，目前在长江证券研究所负责基础化工行业研究。

刘元瑞，华中科技大学财务金融硕士、经济学学士毕业。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区副总经理	(8621) 68755178	13817111316 yimin@cjsc.com.cn
魏媛红	华北区总经理	(8621) 68751860	13681605823 weiyh@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。